

プリンストン債事件について

福 光 寛

目 次

はじめに——事件の概要——

1. リパブリック証券とその周辺

- 1—1. アームストロングとの関係
- 1—2. 勘定についての裁量権の所在
- 1—3. 企業買収に与えた思わぬ影響

2. 投資家の困惑

- 2—1. 損失隠し取引だったのではないか
- 2—2. リポートを受け取ったのではないか
- 2—3. 投資者保護基金の限界と投資家の反撃

3. 続々と明らかになる新たな問題

- 3—1. アームストロング氏の人物評価
- 3—2. 事業会社以外への保有の広がり
- 3—3. ブラックボックスとしての海外私募債

むすび——企業の資金運用についての教訓——

参考文献

はじめに——事件の概要——

1999年9月1日(水)に、リパブリック証券 (Republic New York Securities Corporation) は、日本の金融監督庁 (Financial Supervisory Agency) の依頼を受けた内部調査の経過と、関与した社員の社内処分との発表に踏み切った。これはプリンストン債事件報道の除幕となった。

プリンストン債事件について

「日本の金融監督庁からの書簡を受けて、リパブリック社（リパブリック証券の親会社である Republic New York Corporation）では直ちに調査を開始した。調査初期の証拠とその結果の保全のために、リパブリック社では、リパブリック証券の先物部門の責任者を交代させ、リパブリック証券の最高経営責任者を一時停職とした。この調査は、リパブリック証券のある顧客の純資産価値とその顧客に渡された報告書との正確さに関するものである。」(Republic New York Corp Press Release, 1999/9/1)

事態はこの日を起点に破局に向けて一気に突き進むことになった。リパブリック側の調査ですでに明らかになっていた、プリンストン債の分別管理が投資家への約束通りに行われていなかったことが表面化することはもはや避けられなかった。

1999年9月9日（木）に日本の金融監督庁は、プリンストン債を販売してきたクレスバール証券東京支店 (Tokyo branch of Cresvale International Ltd.) に対し、分別管理の不備による顧客資産の保護上の懸念を理由に、プリンストン債と同類似証券の半年間の販売停止を命じた。

「リパブリック・ニューヨーク・セキュリティーズ・コーポレーションにおける分別口座で保全されるとして顧客の資産が保全される旨を説明しているが、金融監督庁の検査の結果そのような事実はないことが判明している。当支店の顧客への説明は、重要な事項について誤解を与えるものであり」「またプリンストン債に係る顧客資産については、顧客資産の保全上の観点から重大な懸念が認められる。」そこで「プリンストン債及びこれに類似する有価証券等の販売の停止を命ずるとともに、顧客への適切な情報の開示を指示したところである。」(『金融監督庁ニューズレター』1999/9. K99/10)

プリンストン債とは同支店の実質的親会社プリンストン・エコノミックス (PEI: Princeton Economics International Ltd, Princeton, NJ) のオフショアのペーパーカンパニーであるプリンストン・グローバル・マネジメント (PGM,

図1 複雑な所有関係

Tokyo branch of Cresvale International, Japan

↑ 100%

Cresvale International, Cayman

↑ 100%

Cresvale Far East Limited, Hong Kong

↑ 100%

Princeton Global Management, Turks and Caicos, British Indies

↑

Princeton Economics International Ltd. Princeton, NJ

資料：FT99/9/15; 99/10/1.

Turks and Caicos, British Indies)が発行するドル建て私募債である。これらの会社の関係は、クレスバール東京支店が、ケイマン・クレスバール社 (Cresvale Cayman) に100%保有され、ケイマン・クレスバール社はクレスバール香港 (Cresvale Hong Kong) に100%保有され、さらにクレスバール香港がプリンストン・グローバル・マネジメントによって100%保有されるという極めて複雑な資本所有関係 (図1) にある (FT99/9/15; 99/10/1)。

その後、9月13日 (月) に PEI 社のマーチン・アームストロング (Martin Armstrong, 49, Maple Shade, NJ) 会長が、証券取引所委員会 (SEC) の申し立てにより米連邦検察庁に証券詐欺容疑で拘束され、同時に関連する口座はアメリカ政府により凍結された。

「証券取引所委員会は9月13日にニューヨーク州南部地区合衆国地方裁判所に対して、プリンストン・エコノミックス (Princeton Economics International, Ltd.), プリンストン・グローバル (Princeton Global Management, Ltd.) とマーチン・A・アームストロング (以降この3者を集合して被告と称する) に対する一時拘束を申し立てたと発表した。この申し立ては、被告資産の凍結、証券法の反詐欺規定違反についての被告の拘束、法人被告についての管財人の指名を求めるものである。」「被告は、日本の法人投資家へのプリンストン・エコノミックスの子会社により発行された

プリンストン債事件について

約30億ドルの債券を日本の法人投資家に販売するに際して、債券の売上は分離勘定 (segregated accounts) に預託され慎重に (conservatively) に投資されるといった、虚偽のかつ誤解を生む説明を行ったが、実際には債券の売上はプリンストン・グローバルの勘定と混合され、危険な通貨取引により巨額の取引損失を被っていた。また被告は、この取引損失を隠し、かつ債券に投下された時価価値 (the value of accounts) を膨らませた、報告書を発行させた。」(SEC News Digest, 1999/9/13) なお訴状によれば、債券は1996年からすでに発行が始まっており、投資家の損失は10億ドルに近い10億ドルを越えている (SEC Litigation Release No. 16279, 1999/9/13; cf. No. 16338, 1999/10/15)

証券取引所委員会とは別に商品先物取引委員会 (CFTC) は、9月13日、同じ被告を対象に、ニューヨーク州南部地区合衆国地方裁判所に、商品取引所法違反を訴因とする民事訴訟を起こした。そこでは事件はつぎのように説明された。

「少なくとも1996年から現在までの間に被告は、PEI 社と日本にあるその子会社により発行された数十億ドルの債券 (fixed-term promissory note) を販売した。債券の元本額は、先物やオプションを含む、債券あるいは通貨の派生商品の購入に使われていた。アームストロングはこのファンドの主たる取引顧問であった。ファンドの資産は、先物やオプションの取引のために、ある先物取引業者のもとでサブ口座 (sub-accounts) に分けて置かれていた。1996年以来、アームストロングはこの業者に、小口勘定の純資産価値を水増し記載した200以上の書簡をプリンストン・グローバル宛てに発行させた。プリンストン・グローバルとアームストロングは、これらの書簡を日本の顧客に転送した。ファンドの現在の資産は約4600万ドル未満であるが、この債券の現在の元本残高は約10億ドルである。」(CFTC Press Release, 1999/9/14)

この商品先物取引委員会の民事訴訟は日本では報道されていないが、騙

プリンス頓債事件について

す意図がある虚偽の報告，商品プール取引業者としての未登録営業，商品取引顧問業者としての未登録営業などを，商品取引所法違反とするものである。訴状は，被告に対して，不当に得た利得を放棄すること，顧客に損害を賠償すること (make restitution)，民事制裁金の支払いなどを求めている。このうち，とくに顧客への損害賠償のところは，日本の企業が関心を払っていい点である (CFTC Civil Action No. 99-CIV-9669)。

なお9月13日にリパブリック社はつぎのような声明を発表した。

「リパブリック社は，本日（9月13日），日本の金融監督庁から調査依頼のあった顧客とは，プリンス頓・グローバルであることを認める。」
「本日，合衆国司法当局は『ニュージャージー州プリンス頓に本社がある，投資調査および顧問会社，プリンス頓・エコノミックスの創業者でかつ会長である，マーチン・アームストロングに対する刑事訴訟の申し立てを受理した。訴因は証券詐欺である。』と発表している」「プリンス頓・グローバルはリパブリック証券に口座を開設していた。リパブリック証券はこの口座について裁量権を持たなかった。この口座の残高約4600万\$は，合衆国政府により差し押さえられた。」 (Republic New York Corp. Press Release, 1999/9/13)

この声明のうち「リパブリック証券はこの口座について裁量権をもたなかった」という部分で，リパブリック社はこの件で子会社のリパブリック証券が免責されるべきことを主張していることになる。

ところで，このようにアメリカ側が司法手段を発動したことは，結果として，プリンス頓債の破綻を早めることになった。とくに関連資産がすべて凍結されたことで，プリンス頓債は9月16日（木）の利払い・償還を実行できなくなり，債務不履行に追い込まれた。翌9月17日（金）クレスパール証券東京支店は，業務の継続が困難になったとして全従業員に対して，9月30日付けの解雇通知を出した。また親会社である PEI 社を告発する方針も決定した（その後9月27日に，クレスパール証券東京支店は，PEI

プリンストン債事件について

社とリパブリック・ニューヨーク証券の各役職員計4人に対する告発状を東京地検特捜部に提出した)。そして9月20日(月)午前9時には、都内のホテルに投資家を集め3時間にわたり説明会を行い「1999年7月末段階の76社分1138億円が全額債務不履行となる」との見通しを明らかにした。この時、東京支店が開示した関連資料(連邦捜査局特別捜査官宣誓供述書と証券取引所委員会訴状)によれば米国の行政・司法当局がこの時点までに把握した分別管理——混合管理問題の事実関係は以下のようになっている。——

PEI 社—リパブリック証券では、もともとは債券の投資家ごとに口座の取引が行われ投資家ごとの損益管理が行われていた。またアームストロングは自身のリパブリック証券の口座を通じての取引を1995年2月に開始していた。1997年11月に現在まで使用されているアームストロングの8つの取引口座がリパブリック証券に開設された。1998年8月17日に投資家の口座とこのアームストロングの口座との混合管理がアームストロングの指示により始まった。そしてアームストロングの口座の損失を埋めるために、投資家の口座から資金が移管されるようになった。アームストロングの取引損失は1997年11月から1998年8月末までに手数料や担保金利を含めると5億400万ドルを越えている。なお債券投資家のための口座は1999年8月末現在で113口座である(NFD99/9/21)。

すなわち分別管理—混合管理の問題が出てきたのは1998年8月以降であることが特定されたわけである。この点は監督庁においても、プリンストン債にこうした問題が出てきたのは、アームストロングが巨額の損失を抱えはじめたかなり最近の時点から(only emerged fairly recently)との認識を持っているとされ(FT99/9/15)、プリンストン債を出だしからインチキな詐欺とする世間に流布した印象とはかなり異なる実態が注意される。逆にいえば分別管理が行われていた時——あるいはこの債券の資産運用が円滑であった時期もあったことになり、分別管理をしていない債券——集めた資金を損失の穴埋めに使っていたとの非難は、1998年8月以降についてあて

プリンストン債事件について

はまることになる。

またアームストロングの取引損失は総額で約5億ドルということも判る。債券発行残高は約10億ドルで、口座の現在残高は4600万ドル。乱暴な仮定だが最後の発行残高が平均的な運用資産額とすると、全額をアームストロングの損失に使ったとしても半分の約5億ドルが行方不明となる。あとで述べるようにこの債券発行額には顧客の損失隠し (flattering; hiding losses) の会計操作のために行われた水増しの可能性が指摘されている。行方不明の金額が大きいのはこの水増しを示唆するものかもしれない。

ところで9月29日(水)に金融監督庁はクレスパール証券東京支店に対し、その後明らかになった不当事項を理由にして、10月4日(月)から10月24日(日)までの3週間、プリンストン債の償還など一部業務を除くすべての証券業務を停止すると2度目の行政処分を発表した。理由として挙げられた点は以下の4点であった。

まずプリンストン債の販売にあたっての不当事項が3点。①「当局がプリンストン債を承認したという事実はないにもかかわらず、プリンストン債が監督当局の承認が得られた旨を記載した資料を顧客に配付している。当該行為は、監督当局の名を借りて投資者に重大な誤解を与えるものであるが」当該行為は虚偽の報告禁止違反に該当する。②「プリンストン債の販売に際し PEI Japan Ltd. 日本駐在事務所長が顧客に対し勧誘活動を行っていることを承知しながら、同社東京支店の取引として口座の開設等を行っていた」のは名義貸し禁止に違反する。③「顧客に対し虚偽の預かり証を交付したり、虚偽の注文伝票を作成している」がこれは虚偽の書類の作成禁止に違反する。さらに従業員の退職金について監督当局に虚偽の報告を行ったことも問題にされた。④「退職金の支払いに関し監督当局に対し」支払っていないとの「虚偽の報告を行った」。(『金融監督庁ニューズレター』1999/10, K99/11) なお①の行為として特定されたのは1998年10月のものである (KN99/9/29)。

プリンストン債事件について

プリンストン債は、発行—運用—口座管理がいずれも海外の個人・企業が行っている。こうした海外居住の個人・企業の不正の摘発については、その居住地・所在地の行政司法当局の協力を仰ぐとともに、金融監督庁としては、これを販売した国内の証券業者の販売における問題点に限定して精査を進め、以上の点を不当事項としたものであろう。

1. リパブリック証券とその周辺

1—1. アームストロングとの関係

リパブリック社の内部調査は、リパブリック証券先物取引部門の責任者 (William Rogers) が、アームストロングの求めに応じて、数千\$から4600万\$まで純資産価値を膨らませた投資家ごとの勘定書に署名していたことを明らかにした。実際にはアームストロングは1997年11月から1999年8月の間に5億400万\$の取引損失 (SECによれば内訳は取引損失が4億7650万\$, 支払い手数料が2760万\$。そのうち2億9500万\$は円投機の失敗による損失, なお裁判で検事が述べた日本の投資家勘定から損失の穴埋めに使った額は3億6800万ドル) を出しており、リパブリックには総額で4600万\$しか残されていなかった。

この問題に絡んで裁判所に提出された資料からは驚くべき人間ドラマが浮かび上がる (Reuters99/10/4)。

アームストロングは1995年にプルーデンシャル証券がアームストロングとの取引を絶ってから、取引をリパブリック証券に移したのであった。アームストロングは1980年代半ばに CFTC (商品先物取引委員会) との間で、不十分なリスクの開示や取引結果の虚偽の開示をめぐる争うようになった (この詳細は3—1を見よ) が、プルーデンシャル側はこのことを不快に思っていた。1995年初頭にアームストロングの巨額取引はプルーデンシャル側を規定の社内検査 (account review) に導いた。この調査でのアームストロングの会社やアームストロング自身の背景についての検討は、多くの

法規上の問題を明るみに出した。これに対するアームストロングの返答は言い逃れや抗弁に過ぎないと見なされ、ブルーデンシャルは口座の閉鎖を決定した。

注目されるのは、アームストロングの口座が閉鎖されると間もなく、口座の管理を行っていた **Willam Bill Rogers** がブルーデンシャルを去り、リパブリック証券に移ったことである。

そしてアームストロングの勘定は **Rogers** によって、リパブリックにもたらされた。このときアームストロングはリパブリックの歓心を買うかのように1億8500万\$という先物仲介取引としては巨額預金を行った。当時のリパブリックの先物取引の責任者 **James Curley** はアームストロングも取引を行っていたシカゴ先物取引所の理事会理事であった。**Curley** がリパブリックに加わったのは1994年遅くからだが、そこへアームストロングの勘定の移動があり、その後、**Curley** は1996年に、**Cresvale International** のアメリカ部門のトップに迎えられる。そしてリパブリックでは **Curley** の後任に **Rogers** が就任した。

リパブリック証券の先物取引部門はその手数料収入の9割をアームストロングとの取引に依存していたといわれる。そして以上の経緯からして **Rogers** がアームストロングと懇意だったという推定は無理ではない。このような人的関係の中で **Rogers** は虚偽の報告書作りに加担することになったと推測される。

リパブリック証券では問題を **Rogers** 本人の問題としている。しかし会社としてのリパブリック証券に責任がなかったと言えるかどうか。この点は当然ながら裁判上の争点になることであろう。

1—2. 勘定についての裁量権の所在

リパブリック証券の責任に絡んで注目されるのはアームストロング側の反論である。民事訴訟についての、アームストロング側弁護士 (**Martin**

Unger) は、リパブリック証券側が、アームストロングの顧客の資金をアームストロングの同意なしにアームストロングの取引口座に移動させたと主張して、リパブリック証券を非難した (Reuters99/10/8)。

その説明によれば、アームストロングは円安に賭けた取引をしていた。ところが1998年の夏から円高はこの取引を不利にした。リパブリックの先物仲買部門は、アームストロングに無担保で信用を供与しており、アームストロングの損失を担保するものを望み、アームストロングの同意なしに投資家の勘定からアームストロングの勘定に1998年8月から資金の移動を始めたとする。意外かもしれないが、このアームストロング側の主張は事件が表面化した直後の99年9月上旬時点の PGM 社の声明 (cf. FT99/9/10) とも一致しており首尾一貫している。その声明によると PGM 社は報告書の正確さと勘定操作について Republic と争っていたし、Republic に対し勘定の監査を要求していた。

この点で、リパブリック証券側はつぎのように反論した。すべての操作はアームストロング側の指示によるものだと。また、同社も同社の仲介部門も規制当局から全く不正を訴えられていないと。同様に規制当局も、アームストロングが資金の移転をリパブリックに許したとして、アームストロングの側の責任を問題にしている。

SEC の調査によれば、アームストロング自身の取引口座は1997年11月に8口座が開設され、そこで99年8月末までに5億440万\$の損失が発生した。アームストロングは98年8月に Rogers との間で日本の投資家の113の口座を自身の損失の穴埋めに充てる契約を結び、その結果、日本の投資家の口座とアームストロングの口座とは混合管理され始めた。アームストロングの指示の証拠とされた1999年8月付けのアームストロングのリパブリック宛て手書きファックスは、日本の投資家勘定から1億3600万\$のアームストロングの取引勘定への振替を許すものであった (Reuters99/10/8; M 99/10/11)。また1999年8月付けのアームストロングの秘書 Tina からアー

ムストロング宛の e-mail は、Aki（瀬戸川明クレスベール東京支店会長）からの顧客の入金がないと資金繰りに行き詰まることを示唆するものであった (Reuters99/10/7)。

CFTC の訴状もこの点はずぎのように記載して、アームストロング側の責任を主張している。

「およそ1997年11月にアームストロングはリパブリックに取引勘定を単一の統合勘定 (consolidated account) に混合することを指図した。その様々な sub 勘定では先物取引が行われた。アームストロングは、先物取引の担保および証拠金として機能する、現金などの資産を保有する別の sub 勘定 (担保勘定) の設置も指図した。ファンドの資産は、債券の売上である元本から作られるが、リパブリックの担保勘定に預けられ、商品先物取引の証拠金あるいは購入資金として使われていた。」「1999年6月30日までに、取引勘定の純残高は5億ドルを越える赤字となった。1999年7月2日と1999年8月30日の間に、アームストロングはリパブリックに対し、取引勘定の赤字を支払うために担保勘定からの振替を指示した。取引勘定における損失と、この損失を支払うための担保勘定からの資金振替とは、顧客に報告されていない。その代わりにアームストロングと PGM 社は、法外な取引損失を隠して顧客を欺こうと虚偽の純資産価値報告書を発行した。」 (CFTC Civil Action No. 99-CIV-9669)

1－3．企業買収に与えた思わぬ影響

日本企業によるリパブリック証券への訴訟は1999年11月末まで具体化しなかった。しかし訴訟の可能性は、同社をめぐる国際的な企業買収を一時は延期に追い込んだ。

そしてこの延期はリパブリックの株主からの集団訴訟という動きを誘うことになった。

リパブリック社とそのヨーロッパ関連会社 Safra Republic Holding と

プリンストン債事件について

は、1999年5月10日（月）に英国最大の銀行である香港上海銀行 HSBC からの買収提案（1株72\$, 買収金額103億\$, 日本円で1兆1300億円）への合意を発表していた。そして9月9日（木）にもこれを審議投票する株主総会を予定する状況にあった。

ところがプリンストン債事件の公表を受けてリバプリック社はこの臨時株主総会を、まず10月12日（火）に延期し、さらにその後10月29日（金）そして最後は11月30日（土）へ延期するなど合併のスケジュールを繰り返し変更する立場に追い込まれた。このことはリバプリック社の株価の下落につながり、リバプリックの株主の一部はこの下落の損害補償を求める訴訟を起こすことになった。

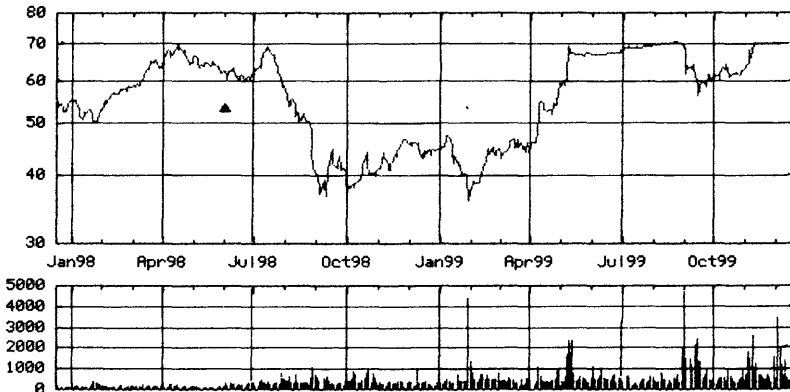
振り返るとリバプリック社では9月1日（水）に日本の金融監督庁の要請を受けて調査を開始していることと、問題の先物取引部門の責任者を更迭し、仲介取引部門の責任者 (James Sweeny) の停職処分を行ったことを発表した。9月3日（金）には、合併を審議する株主総会を9月9日（木）から10月12日（火）へ延期した。延期の理由は委任状説明書 proxy statement（委任状投票において株主に配付される説明書）の準備のためとされた (RNYC, Press Realease99/9/3)。やがて9月13日（月）にアームストロングが逮捕されて事件は表面化、リバプリック社の株価は暴落したのであった (図2)。

9月23日（木）に英 Independent 紙はレパブックの報告書（監査法人と弁護士による内部調査報告書）が HSBC Holding に手渡されたことを伝えた。この報告書は、アームストロングとの取引を知りえたのはレパブリック証券の先物取引部門の責任者 William Rogers だけで、事件は不誠実な個人 rogue individual によるものでリバプリック社が今回の事件で損失を受けた日本の会社からなんらかの請求を受ける可能性はほとんどないと断言しているという (Reuters99/9/23)。リバプリック社はこの報道に対して、9月24日（金）に同社は調査の各段階で HSBC 社と連絡を取っているとした

プリンストン債事件について

図2 RNC 社の株価の推移

Republic New York Corp
as of 17-Dec-1999



資料: <http://finance.yahoo.com>. ©1999 Yahoo!
Splits:2-Jun-98[2:1]▲ Volumes:1000's

もののそれ以上の論評を拒否し (ibid. 99/9/24), さらに9月27日 (月) には, 9月1日 (水) に発表された調査はなお終了していないと異例の発表を行った (ibid. 99/9/27)。9月30日 (木), リパブリック社では, 10月12日に延期した株主総会の期日を, 再度, 10月29日に再延期することを発表することになった。理由は委任状説明書の準備のためとされた (RNYC, Press Release99/9/30)。

買収を期待していた投資家が, この間の買収手続きの延期—株価下落で損失を被ったことは明らかだった。70\$ 近かった RNYC の株は, 事件発覚後に暴落した (9/15には56-1/4\$ の安値を付けた)。複数の弁護士がこの訴訟の機会を利用しようと動き出した。

10月7日 (木) にニュージャージー州在住の一株主が, フィラデルフィアの連邦裁判所に, リパブリック社が証券部門並びに Rogers のアームストロングの不正への関与について開示していないこと, リパブリックが負

っている責任について虚偽の表示を行ったこと、リパブリック側の詐欺行為によって HSBC との合併の完成を遅れるリスクを示さなかったことなどに付き連邦証券法違反を申し立てた (Reuters99/10/7)。10月14日 (木)、この申し立てが受理された (ibid., 99/10/14)。

この訴訟は5月14日 (金) から9月15日 (水) の間に同社株を購入した株主すべての集団訴訟 (class action) の形を取った。訴えを起こした弁護士事務所 (Shalov Stone & Bonner) は、同事務所が代弁する投資家は素人の投資家で多くは70\$ 前後で同社株を購入し合併時の若干の値上りを期待していたと説明した。

また合併について虚偽の声明をレパブリック社や同社の役員が出したことが株主の損害をもたらしたとする集団訴訟が、翌10月8日 (金) にペンシルバニア東地区の合衆国地方裁判所に起こされた。こちらの弁護士事務所は、Schffrin & Barroway となっており、投資家への通知が10月13日 (水) 付けで発信されている (Reuters99/10/8; 99/10/13)。

ところで1999年11月に入っても、日本の投資家はリパブリックに対し損害賠償などの訴訟の動きをなお示さなかった。それでもいずれは訴訟を起こすという恐怖をリパブリックは感じていた。そうした中でリパブリック・ニューヨークの創業者で大株主の Edmond Safra が日本の投資家の損失を負担してもよいと語ったとのニュースが11月4日 (木) に世界を飛び回った。この報道は Safra がこの買収で得る現金は32億\$で投資家の10億\$の損失は十分負担できる大きさというもの (NE99/11/5)。加えてリパブリックは最高2億\$の従業員詐欺保険 (employee fraud insurance) に加入しているはずだし、そもそも日本の投資家は投資金額を水増ししていたことを詮索されたくないのを訴訟をしかけてこないはずだと解説された (Reuters 99/11/4)。この報道のおかげで11月4日にリパブリックの株価は68\$ 3/8まで回復することになり、買収への期待は再び高まることになった。

その後も Safra は11月8日 (月) 付けで正式な提案として、買収からの

彼の受取金額を4億5000万ドル減らす、またプリンストン事件に絡んでは1億8000万ドルまで損失を負担すると発表した (RNYC Press Release, 1999/11/8; Reuters99/11/8)。こうして Safra の熱意もあり、買収は再び実現に向けて進みはじめた (図2)。

これに対して日本の投資家の訴訟の動きは日本語の新聞上は、11月13日 (土) 頃から具体的な動きが報道されるようになったが、外電は報道せず、海外のメディアはこれを無視したように見える。そしていささか突然に11月29日 (月)、アマダグループがニューヨーク連邦地方裁判所にリパブリック証券などを相手方とする訴訟を起こしたとの報道が流れる (Reuters99/11/29)。だがこのアマダの動きにリパブリックの買収を止める力は、もはやなかった。

翌11月30日 (火) にリパブリック・ニューヨーク銀行では遅れていた株主総会を開催し、HSBC ホールディングによる買収について株主総会の承認を得た (N99/12/1)。ただしこのあと思わぬ展開がある。12月3日 (金) 早朝、Safra 氏がモナコの自宅を放火され窒息死したのである (N99/12/4: FT 99/12/5, 99/12/7, 99/12/8: AWSJ99/12/7)。しかし Safra の死も買収を止めることはなかった。12月6日 (月)、「プリンストン事件の潜在的影響も考慮の上で」合衆国連邦準備制度理事会は全員一致で、この買収の承認を決定したのである (Reuters99/12/6)。これを受けて12月7日 (火) に HSBC 側は2000年1月10日 (火) からの RNYC 株式の買取金支払いを表明した (Reuters99/12/7; RNYC Press Release99/12/7)。

なお Safra は、リパブリック・ニューヨークがロシア・マフィアによるマネー・ロンダリング (資金洗浄) を1998年8月に連邦捜査局に通告したこと (この詳細は『金融ビジネス』1999/11) へのマフィア側の報復として殺害されたとの見方がある (Foresight99/12)。Safra が日本企業にプリンストン債による損失を補償する裏には、プリンストン債の運用がロシア・マフィアの闇金融に流れていたためとの推測もある (同前)。真相は不明のま

まだが Safra の死が口封じになったことだけは間違いない。

2. 投資家の困惑

2—1. 損失隠し取引だったのではないか

プリンストン債が損失隠しに悪用されているという実名を挙げての指摘は『選択』1998年6月号が書いたのが最初と思われる。

背景には1998年3月のヤクルト本社の財テク失敗による巨額損失事件を契機に、プリンストン債—クレスベール証券に対して世間の注目が集まったことがある。ヤクルト本社の財務諸表を検討すると巨額のプリンストン債の保有が明らかだからである。『選択』1998年6月号は「財務が飛びつく『プリンストン・ファンド』」として実名で隠し損飛ばしファンドとして報道した。これがプリンストン債「実名」報道の最初であろう。

ほぼ同時期に『現代』1998年7月号で平尾管雄氏（ヤクルト元副社長）は、「ヤクルト『巨額損失事件』の全てを明かす」という手記のなかで、匿名でしかしプリンストン債と関係者には判る記述で、ヤクルト本社は96年3月期に、ケイマン諸島のパーパーカンパニーで発行された150億円の私募債を保有していたが、私募債は「損失隠しに悪用される社債」で、97年2月にその私募債が特定金銭信託の含み損隠しに利用されているらしいとの情報を掴んだと記述した（なお1997年4月に平尾氏は大蔵省証券局にプリンストン債を使った会計処理について違法性を質しており、証券局がこの問題をその後放置していた疑いがある。cf. M99/10/7）。

『東洋経済』の1998年12月19日号は、損失先送りテクニックの典型としてプリンストン債を実名で紹介した。

「損失を先送りするテクニックはまだある。その典型的な例が、ヤクルトが購入したクレスベール証券のプリンストンファンドだ。例えば100の資金を投じたのに80まで価値が落ちたファンドをクレスベールが一度100で買う。代わりに本来80、あるいはもっと低い価値しかないものを

プリンストン債事件について

100で売りつけるわけだ。本来の価値が簡単に判らないように組成するのはむろん、そのファンドに外部監査が入らないようにもする。これで損失は先送りされる。」(『東洋経済』1998/12/19, p. 110.)

外部監査を入れないことは損失隠しのため意図的なのだと言っているように読める。

ところで含み損の割合について、ヤクルト本社の97年3月期についても細かな金額が判る例が出てきた。1996年6月と7月に簿価で172億円、時価で95億円(含み損77億円)の株式数十銘柄を、簿価172億円のプリンストン債と交換したとされる。これで97年3月期決算は損失隠しが出来たものの、プリンストン債は98年3月と12月に分けて90億円で償還され、損失が5億円膨らむ結果にとどまったという(A99/11/25)。この例では簿価の44.8%は含み損だったことになる。つまりおよそ半分が含み損になる。

このおよそ半分が含み損ではないかという大胆な推計は、すでに述べた概数とも一致する。すなわち投資家の元本が約10億ドルに対し、アームストロングの損失は約5億ドル。現在の残高が4600万ドルという数字とこの推計は一致する。クレスバール東京支店に5%, すなわち5000万ドルが還流したとされるが、およそ半分が含み損とすれば数字はキレイに説明がつく。

ただ11月12日付けの読売新聞は独自に入手した SEC 資料を報道し(表1-1), 11.4億ドルの債券元本の行き先について、全体の60%以上が使途不明金になっていると一面トップで報道した(Y99/11/12; KN99/11/12)。使途不明金にはクレスバール東京支店への還流分(表1-2)のほか、日本企業の含み損部分も含まれている。さらに海外の口座に移された部分の存在も指摘されている。98年3月頃から99年9月までの間に、プリンストン・グローバルは日本から7億5000万ドルの送金を受ける一方、世界の様々な銀行口座に9億2500万ドル送金していたとされる(N99/9/19)。この資金の流れの意味が解明される必要があるが、ロシア・マフィアの闇金融

プリンストン債事件について

表 1-1 プリンストン債の資金の行方 (SEC 調査) 1999年 8 月末

| | | |
|--------------------------------|--------|-----------------------|
| アームストロング個人の損失穴埋め | 385億円 | 3.7億 \$ |
| 骨董, 切手, 铸貨の購入① | 11億円 | 0.1億 \$ |
| 残されていた資金② | 82億円 | 0.8億 \$ (78million\$) |
| 使途不明 (missing, unaccounted) 金③ | 722億円 | 6.9億 \$ |
| | 1200億円 | 11.4億 \$ |

資料：Y99/11/12, KN99/11/12。換算レートは99年 8 月末のもの。

注①アームストロングは時価 16million\$ 以上の金塊, 金貨, 骨董などを自宅に隠し持っていたとされる。裁判所が任命した受託管財人の裁判所へに報告ではアームストロングはこれらの提出 (turn over) を拒否したとのこと (AP99/12/17, 99/12/21)。

注②残されていた資金：46million\$ との当初報道より増えている。

注③使途不明：プリンストン側の隠匿, 東京支店への還流分, 日本企業の含み損などが含まれているが, 内訳は未解明。

表 1-2 クレスパール証券東京支店への還流 (元幹部の証言)

| 年 | 運用元本 ¹ | 手数料 ² | 2/1 | 還流分 ³ | 3/1 | 3/2 |
|------|-------------------|------------------|------|------------------|------|------|
| 1992 | 30 | 20 | 66.7 | 5 | 16.7 | 25.0 |
| 1993 | 100 | 40 | 40.0 | 10 | 10.0 | 25.0 |
| 1994 | 500 | 80 | 16.0 | 25 | 5.0 | 31.3 |
| 1995 | 1000 | 110 | 11.0 | 30 | 3.0 | 27.3 |
| 1996 | 1300 | 150 | 11.5 | 40 | 3.1 | 26.7 |
| 1997 | 1500 | 164 | 10.9 | 43 | 2.9 | 26.2 |
| 1998 | 1200 | 150 | 12.5 | 40 | 3.3 | 26.7 |
| 累計 | 5630 | 714 | 12.7 | 193 | 3.4 | 27.0 |

資料：『サンデー毎日』1999/11/14。単位：億円, %。

注：この手数料には運用元本の 5 % の手数料のほか, 運用利益の 20% の成功報酬分 carried interest が含まれている。

にこれが流れていたとの推測がある点は先に指摘したとおりである (既掲 Foresight99/12)。

アームストロング側の弁護士 Marc Durant は, アームストロングが拘束された直後に「アームストロングは通貨の劇的変動で損失を被った被害者に過ぎない」とアームストロングを弁護した (Reuters99/9/14)。確かに1998年から1999年にかけてアームストロングは円安に掛けた極端な取引を

し、相場の円高への展開によって莫大な損失を被った。Durant は10月7日には投資家の10億ドルという損失額は法外に多すぎる (enormously overblown) とした (Reuters99/10/7)。Durant は10月8日に、この点をさらに説明した。……もともと日本の企業は債券の券面額の一部しか払い込んでいない。アームストロングの挙げる運用益が不足を補うことになっていたが、運用益がなければ券面額に対し払込額はもともと不足していた。損失はもともとあったもので、だからこそどの日本の企業もアームストロングを訴えていないのだ。9億5000万ドルという申し立てられている日本の投資家の損失額の大きな部分はこのような損失隠しの取引によるものだ (Reuters 99/10/8)。

プリンストン債が非上場私募債という点を利用して、含み損先送りに使われてきたという指摘は日本でもある。もしこのような指摘が正しいとすると、債券の元本とされるものはこの含み損を含むことになる。

これはたとえば実際の価値が80のものが100と記帳されているわけだ。つまり債券額が水増しされているというわけで、アームストロング側の主張は、このようなケースについては正しく、損失の一部はもともとあったものと言える。

もともとクレスパール証券への検査自体がこうした損失隠し商品を販売しているとの情報により始まったとされている。債券の損失化が確定したあと、各企業が損失を発表した際にこの点が注目されたのは当然である。

プリンストン債の購入目的が損失の先送りのための会計操作ではなかったかという点であるが、この点で明確な否定を行った例に日本電産がある。「損失先送り等の特別な目的は一切ない」(99/9/14 鳥山泰靖専務)と明確に否定した。投資目的に会計操作があったかどうかでは法律的に争う姿勢の有無も注目されるが、アルプス電気は、調査を進めており「結果によっては法的措置を検討する」(99/9/13 松原茂雄専務)とし、群栄化学工業は「成り行きによっては法的手段も検討する」(99/9/14 大井誠一常務)とした。

プリンストン債事件について

このあとアルプス電気は担当者の巨額リベート受領が発覚し、担当者は退職、購入時の経理担当役員は退任、現役員の松原氏が常務に降格される結末を迎える (N99/11/19)。

2—2. リベートを受け取ったのではないか

プリンストン債販売で得た手数料のうち親会社 PEI の取り分が3.5%。東京支店の取り分は1.5%。そこから0.5-1.0%を東京支店の瀬戸川会長の裁量で顧客企業の財務担当者にリベートとして渡していたことが判った (N99/10/8 ほか)。リベートが裏付けられたのはヤクルトを含め5社でリベートの金額はヤクルトの副社長への5億3000万円から SMC の購入担当者への600万円までの違いがある。しかもリベートが単純に現金を渡した形にならず、プリンストン債やベンチャー企業投資などにさらに化けていたことが、後述するようにその後判っている。

資金の流れは一度 PEI 社に債券購入代金として送られたものが、クレスパールファーイースト (香港) を通して還流したとされる (還流総額については表1—2)。

財務担当役員であり購入担当者だった副社長が98年3月に財テクの失敗による約1000億円の巨額損失の責任を取って辞任していたヤクルトについては、かなり詳細な事実が判った。

92年以降、ヤクルト本社は香港子会社分を含め計7回406億1100万円のプリンストン債を購入した (表1—4)。なお99年9月段階の保有残高は70億300万円。このほかにすでに売却済のプリンストンファンドの未清算金23億7000万円を PEI 社への債権として保有している。

このヤクルト本社の副社長については1995年から97年の間に複数回に分けて5億3000万円のリベートが渡されていたことが、証券取引等監視委員会の調査で99年10月7日までに裏付けられた。ヤクルト本社以外で裏付けが取れ10月21日までにリークされたのは、リベート額の大きかった4社で

プリンストン債事件について

表１－３ クレスバール証券東京支店の業績の推移 単位：億円，人

| 年月末 | 91/3 | 92/3 | 93/3 | 94/3 | 95/3 | 96/3 | 97/3 | 98/3 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 営業収益 | 17 | 26 | 17 | 18 | 13 | 10 | 22 | 34 |
| 受入手数料 | 11 | 20 | 17 | 18 | 13 | 10 | 10 | 21 |
| 売買損益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 4 |
| 経常利益 | -6.9 | -1 | -2 | -0.5 | -1 | 2 | 8 | 10.7 |
| 当期利益 | -8.6 | -1 | -2 | -0.5 | -1 | 2 | 4 | 4 |

| 年月末 | 91/6 | 92/6 | 93/6 | 94/6 | 95/6 | 96/6 | 97/7 | 98/7 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 資本金 | 13.4 | 13.4 | 13.4 | 13.4 | 13.4 | 19.4 | 19.4 | 20.1 |
| 社員数 | 70 | 70 | 55 | 55 | 30 | 50 | 51 | 54 |

資料：上段『日経金融年報』日本経済新聞社
下段『証券人名録』日本証券新聞社

表１－４ ヤクルト本社によるプリンストン債購入時期・購入金額

| 購入年月 | 購入主体 | 購入金額 |
|----------|-------------|----------------------|
| 1992/6 | 香港子会社 | 300万\$ (3億3000万円) |
| 1992/6 | 本社 (93/3残高) | 49億5700万円 |
| 1992/11 | 香港子会社 | 2000万\$ (22億円) |
| 1994/4 | 香港子会社 | 1200万\$ (13億2000万円) |
| 1994/11 | 本社 (95/3残高) | 53億4700万円 |
| 1995/4 | 本社 | 41億6900万円 |
| 1995/5 | 本社 | 99億9900万円 |
| 1996/6～7 | 本社 | 172億4600万円 |
| 累計 | | 406億1100万円 |

資料：『金融ビジネス』2000/2。なお有価証券報告書と対照した。
換算レートは1\$ = 110円

その総額は約 1 億円とされる。アルプス電気 (95年に子会社経由で217億円購入)、カシオ計算機 (96年に18億円購入し98年に全額解約し現在は残額なし)、キッセイ薬品工業 (98年8月に利回り保証型を購入し99年3月に1年償還の再契約し99年9月に35億円保有)、SMC (99年9月に24億円保有) である。

アルプス電気では問題の担当者が99年10月13日付けで依願退職した。カ

プリンストン債事件について

シオ計算機では98年に問題の担当者である資金部次長を、会社のドル建て預金3000万\$の無断引出しに関与したとの件で懲戒解雇かつ告訴し、次長解雇後にプリンストン債投資を発見し解約したとし、次長の所在は不明とした(A99/12/29)。渡った金額は SMC が95年頃に600万、カシオが96年頃に2000万、アルプスが96年から97年にかけて複数回にわたって6000万、キッセイが1998年頃に3000万とみられる。キッセイに渡った金額は会社の投資額に比べ異常に大きい。またキッセイの担当者はプリンストン債の顧客4人を紹介した謝礼と認識していたというが、詳細は不明である（リベートの金額は M99/10/22 による）。

問題は瀬戸川会長の発言と伝えられた「アメリカではよくやっていることです。ノープロBLEMです」「リベートは海外ではあたりまえ」という部分であろう（A99/10/22 ほか）。問題はこの人物が、日興スイスや日興インターナショナルの社長までも勤めた人物であり実際にも海外の証券業務の実態については詳しいと考えられることである。

ヤクルト本社副社長のケースではリベートの送金方法が巧妙かつ複雑であった。一度、PEI 社に送金されたプリンストン債の代金の一部が、クレスバールファーイースト（香港）の銀行口座（香港）に還流、このお金がリベートに化けた。ヤクルトの副社長は、まずケイマンにペーパーカンパニー Owlet を設立し、つぎにこのカンパニー名義の口座をシンガポールの銀行に開設して、そこに香港からコンサルタント料名目で振り込ませたとされる（こうした複雑な送金方法は瀬戸川会長の主導とされる。NE99/11/29。Owlet の実名は AE99/11/29）。

アルプス電気と SMC の担当者に渡されたリベートについて、クレスバール側はプリンストン債での運用を勧め、アルプスの担当者が手にした現金は数百万円で、残りはプリンストン債で1998年春まで運用されていたという。SMC の担当者の受け取り分は、全額が98年の春までプリンストン債で運用されていたが、その後はある産業廃棄物会社の株などに投資された

という (A99/11/29)。クレスベールはリポートも商売に利用したのだ。

ヤクルト副社長の分についても、5億3000万円の一部を、クレスベールファーイースト（香港）を介して、ファーイーストの子会社名義で廃棄物処理のベンチャー企業「日本環境」のワラント債2億2500万円に投資させていた（日本環境の実名は AE99/11/29、投資金額は ME99/11/29）。

残りの3億円については、問題の副社長に海外にペーパーカンパニーを設立させ、その会社の名義でシンガポールの銀行口座に隠した。副社長が日本に持ち込むときは自身で現金を運んだとのこと。

クレスベールとしては当初は2000年秋をめどにこの廃棄物処理会社を公開して創業利益を得る計画だった。そのため98年3月には第3者割当増資を引受け株式13万3500株を取得したが、顧客販売用の6万6500株のうち4万9200株が売れ残り、結局11万6200株をクレスベールファーイーストに転売したとされる。このファーイーストの購入資金3億3500万円は、クレスベール東京支店から貸し付けられ、同時に瀬戸川会長自身が自己資金でこの転売分の相当部分を購入したとされる。瀬戸川会長の行為は売れ残りの責任を取ったとも言えるが不明朗なもの。また東京支店が引受け後はどなくファーイーストに代金を貸し付けたことは証券取引法違反と考えられる (M99/10/23; 99/10/29)。

結果的にクレスベール証券＝瀬戸川氏はこの会社を支配することになり、1999年1月に入り創業者を経営から閉め出しクレスベールの元幹部を社長に送り込んだとされている。

この産業廃棄物会社に対してクレスベールの瀬戸川会長自身は PEI 社から受けた特別賞与（96年から98年にかけて総額約6億円）のほとんどをクレスベールファーイースト経由で投資したとされている。また副社長以外にも SMC の担当者ほかのアルプス電気や群栄化学工業などの顧客企業にも投資を勧めたとされる (S99/10/25; A99/11/20; AE99/11/29; NE99/11/29)。瀬戸川氏のベンチャー企業への投資と支配は、ベンチャーの株式公開を請け負

う証券会社経営者の立場からは明らかな逸脱である。

2—3．投資者保護基金の限界と投資家の反撃

この問題で当初注目されたものの、その後雲隠れし続けたのは証券投資者保護基金 (Security Investor Protection Fund, SIPF) であった。日本の証券業者は分別管理が徹底していないとする外資系証券業者が、国内証券業者とは別れて投資者保護基金を設立することにこだわって、1998年12月に、国内証券業者が中心になった日本投資者保護基金とは別個のものとして設立したのが証券投資者保護基金だった。クレスパール証券は当初からこの基金のメンバーだった。そのクレスパールが分別管理が不備な商品を販売したのだ。証券投資者保護基金は分別管理について監査証明を取ることを加盟証券会社に求めているはずだったが、クレスパールは監査証明を証拠金の供託で逃げていた (FT99/9/16)。クレスパールの顛末をみると、1998年に外資系証券業者が、分別管理の不備をめぐり国内証券業者の未熟を大騒ぎして批判したことはお笑い草だったというしかない。だから SIPF が恥入って姿を隠すのは当然だが、今回の事件で仮にこの基金が発動されても投資家の救済に役立たないことが明るみに出た点も、SIPF が表舞台から姿を隠した理由である。

証券投資者保護基金は、証券会社の破綻時に、個人投資家や事業法人の預かり資産（時価）を円滑に返還することを目的とするもので、この支払いを補償と称して2001年3月末までは預かり資産全額を限度に行うものである。したがって今回のケースでは日本円では50億円程度だというのである (N99/9/17; A99/9/21; N99/9/22)。クレスパール証券東京支店はいずれ破綻しそうだが、1200億円という債券元本額に比べこれはあまりに少ない。

問題は補償される中身が預かり資産の時価評価という点にある。販売業者や運用・保管に問題があったとしても、それはよく調べなかった投資家が悪いという論理である。だから今回のようにほとんど残高がない時は、

プリンストン債事件について

投資家はその結果を自己責任原則によりそのまま甘受するべきだというのである。投資者保護基金は、今回のようなケースでは投資家の救済にほとんど役に立たないことが判る。

さらに今回の私募債のように機関投資家向けを装っている債券は、非機関投資家を対象とする投資者保護基金の保護の対象でそもそもないという主張もありうる。

この状況を見て、投資家を保護するため投資家保護法の成立を促す声が上がったのは当然と言える（伊藤稔氏『投資家保護法の見直しは急務』NE99/10/5）。

なお被害を受けた日本企業（表2）の間では、事件が表面化した直後から法的措置の検討が始まり、複数のグループに別れて話し合いが続けられた。しかし多くの企業は米国での訴訟に不慣れであり、さらに損失送りを目的とした企業やクレスペール証券からリベートを受け取った企業と同一視されたくないという企業も多く、各社の足並みがそろわなかった。それでもリベートは受け取っていないとする会社の間で、損失を取り戻すためには、被害者の立場を明確にして法的に争う必要について考え方は最終的に一致し、10月中旬頃から訴訟団結成の動きが本格化した。

1999年11月9日（火）の記者会見で、群栄化学工業の有田喜一社長は、いろいろな投資目的のあった他社とは一線を画し、単独訴訟で自社の潔白を明らかにすると述べた（N99/11/10）。

11月12日（金）には訴訟団の動きを各新聞が一斉に報道した。

11月12日に「中電工」（本店・広島市）、「JR 四国」（高松市）、靴卸会社「卑弥呼」（渋谷区）、木工電動工具の「マキタ」（安城市）など16社（額面総額350億円）が、プリンストン・エコノミックス・インターナショナルとリパブリック・ニューヨーク証券などを相手とする損害賠償訴訟をニューヨーク連邦地裁に起こす準備を進めていることを、各紙が一斉に報道した。PEI に対しては詐欺でカネをだまし取った責任を、リパブリックに対して

プリンストン債事件について

表2 1999/9/30現在プリンストン債投資家別保有金額（判明分） 単位：億円

| 企 業 名 | 上場場所 | 資 本 金 5/1 | 保有金額 9/30 | 監査法人 |
|----------------|------|--------------|--------------|---------|
| 1. 中 電 工 | 東証1部 | 33.8 | 130 | ト ー マ ッ |
| 2. アルプスクレジット | | | 125.9 | |
| 3. 群栄化学工業 | 東証1部 | 203.0 | 117.93 | 朝 日 |
| 4. アルプス経理センター | | | 91.1 | |
| 5. 山洋電気 | 東証2部 | 95.2 | 78.4 | 双 葉 |
| 6. ヤクルト本社 | 東証1部 | 311.1 | 70 | ト ー マ ッ |
| 7. ア マ ダ | 東証1部 | 523.2 | 60 | ト ー マ ッ |
| 8. 丸 善 | 東証1部 | 121.7 | 56.29 | ト ー マ ッ |
| 9. アマダソノイケ | 東証1部 | 161.8 | 35 | ト ー マ ッ |
| 10. キッセイ薬品工業 | 東証1部 | 242.1 | 34 | 朝 日 |
| 11. スターゼン | 東証1部 | 98.9 | 33.6 | 杉島光一等 |
| 12. アマダワシノ | 東証1部 | 93.6 | 30 | ト ー マ ッ |
| 13. アサソー ディ・ケイ | 東証1部 | 375.8 | 30 | 保 森 |
| 14. 北兵庫信用組合 | | | 27 | |
| 15. S M C | 東証1部 | 413.4 | 24 | 桜 友 共 同 |
| 16. 昭和飛行機工業 | 東証2部 | 49.4 | 23.89 | 聖 橋 |
| 17. 日本電産 | 東証1部 | 256.2 | 20.0 | 中 央 |
| 18. ジャスコ | 東証1部 | 439.7 | 13 | ト ー マ ッ |
| 19. 参天製薬 | 東証1部 | 61.8 | 10.0 | センチュリー |
| 20. 戸田工業 | 東証1部 | 55.6 | 10 | 朝 日 |
| 21. マスプロ電工 | 東証1部 | 75.7 | 10 | ト ー マ ッ |
| 22. 加賀電子 | 東証1部 | 81.0 | 9 | ト ー マ ッ |
| 23. エスケー化研 | 店頭登録 | 26.6 | 9 | センチュリー |
| 24. 日立機材 | 東証2部 | 36.3 | 7.0 | センチュリー |
| 25. 卑 弥 呼 | 店頭登録 | 25.8 | 7 | ト ー マ ッ |
| 26. マ キ タ | 東証1部 | 242.0 | 5.65 | 朝 日 |
| 27. イトーキクレビオ | 東証1部 | 52.7 | 5.1 | 昭 和 |
| 28. サイゼリア | 店頭登録 | 16.4 | 5.0 | ト ー マ ッ |
| 29. 東和薬品 | 店頭登録 | 35.5 | 5 | 前田武和等 |
| 30. ダイセキ | 店頭登録 | 12.6 | 4 | ト ー マ ッ |
| 31. J R 四国 | | | 3 | |
| 32. シグマ光機 | 店頭登録 | 9.9 | 1.5 | ト ー マ ッ |
| 判明分小計 | | | 1,091.36 | |

注：このほか、なみはや銀行と幸福銀行が合わせて50億円保有していた。クレスパール東京支店からの販売は経由の証券会社4社を含め36社1138億円とされる。この表はこの4社経由でさらに販売された先を含めた判明分である（N99/9/22 ほか1999年12月末までの多数の報道による）。

は虚偽の文書を交付した責任を問う方針と伝えられた。訴訟に参加する企業は今後増える予定とされた。なおクレスベール東京支店に対しては、同支店の販売責任と米国企業との共謀責任について、日米の捜査当局の動向を見ながら訴訟の検討を進めている (A99/11/13; N99/11/13)。11月中旬に訴訟を起こすとされたが、その続報はなかった。また訴訟団が16社にとどまり、単独訴訟の動きがある理由の一つは他企業への不信と考えられる。

11月29日 (月) にアマダグループ3社では、ニューヨーク連邦地方裁判所に損害賠償訴訟を起こした。これが日本企業による訴訟の最初の具体化であった。その特徴は相手方をリパブリック証券など同グループ3社とリ社の元幹部とした点。アマダ側の弁護士 (Steve Schidler) は用意された記者発表資料の中で、「リパブリック証券はこの詐欺で不可欠の役割を演じ、アマダの犠牲の上に不当な利益を得た」とする一方、アームストロングを訴えないことについては戦略によるものとしてコメントを避けた (R99/11/29)。このアマダの動きについては、11月19日に提訴の方針が報道されていたが (N99/11/19)、ニューヨークでの動きの報道はアメリカより半日遅れて報道された (NE99/12/1)。

3. 続々と明らかになる新たな問題

3—1. アームストロング氏の人物評価

プリンストン債の運用責任者といえるアームストロングは、先物取引の世界では有名人ではあった。ただ少し調べればよくない噂を拾うことはできたようだ。

たとえば今回の事件は30年前、アームストロングが19歳のときの1969年に切手雑誌に極めて希少な1904年製の切手2枚の販売広告を出したことが巻き起こした波紋を想起させるという (AWSJ99/9/16: AE99/10/9)。その数ヶ月後、別の切手収集家が自分こそがこの切手の持ち主だという広告を出し、話題になったのである。最近まで真相は闇につつまれていたが、1996年に

プリンストン債事件について

この収集家の切手が市場に登場し長年のミステリーに決着がついたのである。つまり若い時から嘘をつく人物だったのだ。

またすでに述べたようにアームストロングには1980年代に商品先物取引委員会 CFTC と争った前科がある。1985年に告発を受け、1987年に12,000ドルの罰金と12ヶ月の取引権限の停止で決着したこの前科の内容はありふれたものだが、プリンストン債事件を彷彿とさせるものがある。

当時告発された内容は「貴金属先物契約の推奨を業者登録なしに刊行物や電話を通じて行ったこと」「顧客に必要な情報の開示・記録の維持を怠ったこと」「仮定の結果を現実の結果との誤解を生む広告を行ったこと」「仲介会社との間の手数料の分割割合についての開示を怠ったこと」となっている (FT99/9/15)。

このような情報を得ていれば、日本の投資家はもう少し慎重になったであろう。しかし大手のメディアでさえアームストロングをまともなプレイヤーとして扱っていた。たとえば日経金融新聞はクレスバールのアームストロングによるセミナーを紙面を割いて紹介したことがある (NFD93/9/17)。あるいは有力な経済雑誌である東洋経済は、アームストロングの相場見通しについてのインタビューを実に3度に渡って繰り返し掲載し (『東洋経済』1994/11/19, 1995/8/5, 1996/4/20)、日本の経済界における同氏の権威付けにおそらく多大な貢献をしたのである。

3—2. 事業会社以外への保有の広がり

金融監督庁は、プリンストン債が、公正な運用や顧客資産の管理を行っていることを証明するための監査法人の監査を受けていないことが判ったため、投資ファンドの販売規制強化に乗り出した (M99/9/17)。

「投資資金が公正に運用・管理されていることを示す監査法人の監査を受けていること」「運用の内容、運用上の危険などを説明した文章などを販売・勧誘の際、投資家に明示することを徹底させる」業界団体には「公

プリンス頓債事件について

正な募集・販売に関する情報開示面での自主規制ルールの強化を求める」

プリンス頓債はそもそも無格付であること、保管について監査法人の証明がないことなど大手の金融機関が通常求める要請には合致しない商品であったとされる。確かに破綻時の保有者に大手の金融機関の名前はなかった。海外発行の私募債であり流動性が低い。会計監査の対象外で発行者、運用会社とも財務内容は不明。運用成績も第3者の公認会計士が証明したものではない。募集にあたり正式の発行目論見書がなく投資家に対し販売促進資料しか渡されていないとの話もある。欧米の投資家なら買わない商品（金融財政事情 99/9/27）、普通だったら危なくて手が出せない（大手都市銀行資金運用担当者、NE99/11/29）。それなのに飛びついた顧客が多かったのは、特定金銭信託や有価証券の評価損を隠そうという需要が多かったからだろう（NFD99/12/2）というのだ。私募債であり含み損を開示せずに済むことが悪用されたとされる。

とはいえ保有は金融機関にも及んでいた。当初、破綻時に保有していた信用金庫が3つあると報道された（M99/9/21）。金融監督庁の浜中秀一郎次長（当時）は9月21日の記者会見で、プリンス頓債を購入した金融機関について、購入の経緯、損失の経営への影響を詳細に把握する意向を示した（NFD99/9/22）。

その後、プリンス頓債のデフォルトを理由とする金融機関の破綻が生じた。北兵庫信用組合である。同組合では投資信託の運用失敗で多額の含み損を抱えた1998年初めに同債の話を聞き、兵庫県に相談、県の黙認もあって同債を購入保有した。98年3月に22億円、翌4月にさらに5億円購入。98年9月と99年3月の利払いは受けたとのこと（M99/10/29）。99年9月末時点で元本27億円に対し自己資本は21億円に過ぎず、同債の償還不能により、99年10月29日（金）に兵庫県に対して金融再生法による破綻処理を申請することになった（N99/10/29; NFD99/11/1）。

1999年11月5日（金）には、経営破綻した、なみはや銀行と幸福銀行が

プリンストン債事件について

合わせて約50億円のプリンストン債を保有していたことが表面化した。なみはや銀行は98年10月に、旧福德銀行と旧なにわ銀行が特定合併して発足して直後に、プリンストン債を購入したとする。その後、なみはや銀行は99年8月7日に1,117億円の債務超過を抱えて破綻した。幸福銀行の購入時期は明らかにされていないが、同行は99年5月22日に464億円の債務超過を抱えて破綻している。プリンストン債の償還不能はこれら二行の損失を拡大することにもなった (NE99/11/15)。

このように金融機関にプリンストン債の取引が広がっていた点は1999年7月にクレディ・スイス・グループが金融監督庁から、損失飛ばし商品を大量に売っていたことなどを理由に、銀行免許取消など厳しい処分を受けたことを想起させる。クレディ・スイス・グループの取引先には、特別公的管理にある日本債券信用銀行、破綻した東京相和銀行、三重県信用組合などが含まれ、金融機関への損失飛ばし商品の販売が金融監督行政を揺るがしかねないことが「公益性を害する行為」の一つとされたのであった。そしてプリンストン債についても金融機関に保有が広がっていたことが確認され、金融機関の監督を阻害する問題があったことが明確になったのである。

証券取引等監視委員会では1999年10月22日（金）付けでクレスパール証券東京支店に対する検査結果を明らかにした。それによると同支店では、プリンストン債の販売に絡んで、金銭（リベート）の支払いを行うことを約束しての勧誘、購入のための融資を仲介することを約束しての勧誘などを行ったが、これらは特別の利益を提供することを約しての勧誘にあたり違法とされた。また、顧客との取引に関して、事実と異なる社債要項や残高証明書の交付、事実と異なる勧誘資料の交付、虚偽の取引報告書の交付などの違法行為があったとされた。これらの結果を踏まえ、証券取引等監視委員会では、金融再生委員会及び金融監督庁長官に対し、行政処分及びその他の適切な措置を講ずるよう勧告を行った。

プリンストン債事件について

これを受けて金融監督庁では、10月28日（木）付けでクレスベール証券東京支店に対し、1999年11月1日（月）から2000年1月14日（金）までの間、すべての証券業務の停止と上記行為に関与した取締役の解職とを命ずる行政処分を行った（N99/10/29; A99/10/29）。クレスベールに対する行政処分は9月以来3度目である。その後、クレスベール証券東京支店は営業再開を断念し、1999年12月21日（火）、東京地方裁判所に対して自己破産を申し立てた。東京地裁では同日、保全管理命令を出している（AP99/12/21; N99/12/22; NFD99/12/22）。

3—3. ブラックボックスとしての海外私募債

証券取引等監視委員会（Securities and Exchange Surveillance Committee, SESC）はプリンストン債事件を受けて、1999年11月2日（火）に所管する全国の証券会社82社（外資系53社と国内29社）に対し、海外の会社が発行した私募債や私募株式投資信託の販売状況などを報告するよう求めた（KN99/11/2; N99/11/3）。販売先や販売方法などについて詳しい報告を求めたとのこと。

また公認会計士協会では、「飛ばし類似金融商品」の監査を今2000年3月期から厳格化するよう会員会計士に通知することを、1999年11月10日（水）に正式に発表した（N99/11/11）。

現在も保有している場合は「可及的速やかな契約の解消を指導する必要がある」、契約を解消できない場合は簿外処理せず、「会計実態を適切に反映した会計処理に変更する必要がある」。また損失隠しのために設立された特別目的会社は「飛ばし商品を購入した企業の支配力が強い」から、連結決算の対象とすべきだとした（A99/11/11）。

むすび——企業の資金運用についての教訓——

プリンストン債をめぐる議論で一つ納得できないのは、高利回りが批判されることである。つまりそんなウマイ話があるわけがないという批判で

ある。しかしこれは批判のための批判である。高い利回りの話は金融の世界では色々転がっている。

たとえばニチメンの投資子会社がファンドを設定して米プライベート・エクイティ・ファンドに投資をするという最近の報道を見ると、最終的な利回り目標は年25-30%となっている (NFD99/12/2)。米不良債権投資ファンドの一つサーバランス・キャピタル・マネジメントの1985-98年の運用実績は年率20%台後半で、日本の銀行、生損保も投資しているという (NFD99/3/23)。外資の不良債権ファンドの目指す利回りは年20-25%と言われたものだ (NFD99/1/14)。1998年9月のLTCMの破綻救済で注目されたヘッジファンドになると驚異的な利回りはめずらしくない。LTCM自身も1995年と1996年には2年連続で40%を越える利回りを記録したという (N99/9/27)。だからプリンストン債の高利回りは、高利回りだからオカシイとは単純には言えない。高利回りの世界は実在するのだ。

高利回り商品は実在するが、その背後にあるリスクをいかに制御するか。また投資に係わる人間的な不正をいかに排除するか。さらに不正により生じた損失をいかに回復するか。損失隠しの問題を別にすれば、そうした点にプリンストン債事件を踏まえた今後の課題があると考えられる。

東京海上火災は1997年頃にプリンストン債の勧誘を受けながら「顧客の新規資金を既存債券の償還に回している疑いがある」として即座に断ったという (N99/9/28)。現在判明している限りでは1998年の夏頃までは、プリンストン債の運用は成功していたようにも思えるが、この東京海上火災の判断は購入のきっかけを作らなかった点で正解だった。この東京海上火災の嗅覚のするどさは賞賛に値するが、私がより感心したのはつぎのニチメンのケースである。

ニチメンは、1999年5月から商品ファンドで集めた資金をプリンストン債で390万\$ほど運用していた。しかし1999年9月初めにこの事件に気付き、即座に担当者をアメリカに派遣し期限前償還を交渉し、9月14日(火)

に利益込みで405万\$の償還を得たとされる (NFD99/9/17)。土壇場で償還をもぎ取った商社の情報力と交渉力、払い込んだ代金の運用を毎日調べていたというのはさすがである。今回、ニチメンはこうしたリスク投資のお手本を示したといえよう。

プリンストン債は先物取引などで運用されていた点からすれば、高リスク投資であった。だからニチメンは毎日運用をチェックする体制を取っていたというのである。それゆえ異常に気付くのが日本のどの投資家より早かったのだ。

他方、こうしたリスク投資では、リスクの中身が判定できないなら投資しない、さらに自己資本やキャッシュフロー水準に比較して過大な投資を行わないというのは基本だろう。プリンストン債の破綻で決算で赤字に追い込まれた会社は、そもそも利益水準とか自己資本の大きさに比べ、過大なリスク投資をしていたと言える。

今回の事件では担当者へのリポートが露顕したのも深刻な問題だ。実はプリンストン債以外の金融商品についても、関係者（紹介者や購入担当者）へのリポートバックの噂が絶えないのである。教科書的な資産運用の議論がいかに企業財務の現実とほど遠いかがこの件から判る。エレガントな資産配分の議論に陶醉する研究者は、資産運用のこうした泥臭い現実をよく観察して頭を冷やす必要があるだろう。

天野太球磨（金融コンサルタント）氏は、今回のような証券詐欺にかからない心得を四点にまとめた。①内容を理解できない証券は購入しない、②高い収益の裏には高いリスクが潜んでいると知るべし、③運用会社や証券会社の実態は自らの目と耳で確認せよ、そして最後にリポートに個人は弱いことから、④証券投資の決定を個人に委ねてはならないという（『週刊ダイヤモンド』1999/11/20）。

今一つの教訓として証券の仕掛けの中に第三者の監視が入っているものは、より安全性が高いと言えよう。つぎの事実が参考になる。

プリンストン債事件について

ヘッジファンドの販売で知られるマグナム・グローバル・インベストメントが販売を扱っていたファンドの一つに、今回のプリンストン債と同名のプリンストン・グローバル・ファンドがあった。運用はやはり PEI 社である。このファンドは1998年7月にスタートしており、1999年8月末の残高は1350万ドルで小規模なファンドといえる（募集要項を見ると一口25万ドル以上、追加投資単位は10万ドルとなっている）。このファンドは日本での問題の表面化により9月17日（金）に償還が発表された。しかしマグナム社は投資家に損失は生じないと言明した。全く同一の発行者による同名のファンドでありながら、こちらは異なる結末になった。高利回りを宣伝していた点まで同一であるにも係わらずである。比較するとカストディアンが米クレスベール証券 (Cresvale International US LLC) で、リパブリック証券ではないこと、監査法人 KPMG Peat Marwick (Bahamas) が1998年の成果については監査を実施していることなどが違いとして浮かぶ (Reuters99/9/17; Princeton Economic Debacle cited from <http://www.marhedge.com>, 99/11/13; Princeton Global Fund Ltd. cited from <http://www.magnumfund.com>, 99/9/27)。

両者を比較すると監査法人による監査が入り、その結果、分別管理が徹底していた点が大きな違いではないか。つまりこのような第3者による監査は、投資の安全性を確保する上でかなり有効だと言える。

同様に企業の資産運用の姿勢を改革する上では、機関投資家など企業に対し発言権のある主体が、第3者の視点で、運用の中身をチェックすることが有効であろう。債券の保有目的や残高の変化、リスクの取り方などに外部からの目が入ることで、企業側も企業の経営目的との関係で、外部に説明できる資産運用方法の構築を迫られるからである。

参考文献 (References)

引用略符号（紙誌名のあとの英字は引用時の略記号）

『朝日新聞 A』『産経新聞 S』『日本経済新聞 N』『日経金融新聞 NFD』『読売新聞 Y』『金融 K』『Asian Wall Street Journal; AWSJ』『Financial Times; FT』

プリンストン債事件について

なお略記号の E は夕刊。例。AE：朝日新聞夕刊

主要検索対象サイト

| | |
|-------------------------------|---|
| 共同通信 KN | http://www.kyodo.co.jp |
| 金融監督庁 | http://www.fsa.go.jp |
| クレスバール証券東京支店 | http://www.cresvale.co.jp |
| 公認会計士協会 | http://www.jicpa.org.jp |
| 証券取引等監視委員会 | http://www.fsa.go.jp/sesc |
| 毎日新聞 M | http://www.mainichi.co.jp |
| 日経 goo | http://nikkei.goo.ne.jp |
| ヤフー (Reuters, AP, 時事) | http://www.yahoo.co.jp |
| CFTC | http://www.cftc.gov |
| Financial Times(FT) | http://www.ft.com |
| Princeton Economic Institute | http://www.pei-intl.com |
| Republic New York Corporation | http://www.rnb.com |
| SEC | http://www.sec.gov |

署名記事

天野太球磨「証券詐欺にだまされない投資運用『四つの原則』」『週刊ダイヤモンド』1999/11/20.

石井至「プリンストン債の教訓」AE99/11/20.

井下健悟・大崎明子「和牛商法並みだったプリンストン債」『金融ビジネス』1999/12.

尾木和春「『損失隠し』の手口」『週刊朝日』1999/6/11.

隈元浩彦「リベートは200億円の還流金から出した」『サンデー毎日』1999/11/14.

小暮史章「日本を舞台に儲けるマネー紳士の“手口”」『Foresight』1999/12.

佐藤孝「巨額ロシア・マネー洗浄事件の全構造」『金融ビジネス』1999/11.

滝田洋一「あぶりだされる仕組み債」NFD99/12/2.

滝田洋一「ナゾ深まるプリンストン債事件」NFD99/12/12.

橘真一「甘い話に引っ掛かる財務担当者のタイプ」『エコノミスト』1999/12/7.

松崎隆司・岡田広行「『プリンストン債』紙くず騒動」『金融ビジネス』1999/12.

松崎隆司「ヤクルト・クレスバールの腐れ縁」『金融ビジネス』2000/2.

プリンストン債事件について

無署名記事（日付順）

- 「粉飾隠しは外資のカモ デリバティブの内幕」『金融ビジネス』1998/6.
- 「外資軍団が儲かる手口を公開」同上.
- 「なお続く『隠し損飛ばし』の実態」『選沢』1998/6.
- 「投資家の低レベルを証明したプリンストン債問題」『金融財政事情』1999/9/27.
- 「リスク管理の甘さ露呈」N99/9/28.
- 「虚利に踊った国際詐欺疑惑」N99/11/1.
- 「プリンストン債事件は氷山の一角」『週刊ダイヤモンド』1999/11/20.
- 「事件の全容はこうだった」『エコノミスト』1999/12/7.
- 「ジャスコ、参天製薬、JR 四国など22社が賠償提訴」M00/1/21.
- 「振興信組、私募債の欠損54億円」A00/1/27.
- 「アルプス電気も提訴」N00/2/9.
- 「丸善、米で賠償請求訴訟」A00/2/16.
- 「瀬戸川会長の詐欺容疑立件は困難」A00/2/25.

著者連絡先 fukumitu@seijo.ac.jp